



산업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

최영산

02 3779 8425

danechoi@ebestsec.co.kr

Overweight

반도체

10가지의 변화들

IT 중소형주들의 움직임 변화

당사 이전 자료 20/04/24 '이번 사이클의 궤도'에서도 언급하였듯 하반기 DRAM 가격 상승폭의 둔화와 DRAM 가격 사이클의 변화는 메모리 대형주들의 4~5월 주가 움직임에 pricing 되고 있는 상황이다. 그러나 핵심 반도체 중소형주들은 최근 빠르게 상승세를 이어가고 있는 가운데, 비메모리/장비/파츠/부품/세정·코팅 등 각 부분별로 핵심 포인트들이 전부 상이하게 전개되고 있다. 이에 따라, 당사는 최근 1달간 미팅을 진행한 업체들의 상황과 당사가 판단하는 시장 view 를 바탕으로 10가지의 최근 업황의 변화요인을 체크해보았다.

10가지의 주요 변화들

당사가 파악한 10가지 변화들은 다음과 같다. 1) 삼성전자의 Fab 투자 강도가 강화되는 가운데, 2020 → 2021년 장비투자 강도의 우상향 기조가 분명해지고 있다. 2) SK 하이닉스의 경우 올해 하반기 M16을 시작으로 삼성전자와 같이 2020 → 2021년 장비투자 강도가 더 강해질 것으로 보인다. 3) 국내 메모리 업체들의 Fab 투자 강도 증가의 이유 중 하나는 글로벌 장비 업체들의 장비 부킹이 타이트해지고 있기 때문이다. 4) 파츠 등 공정 소재의 수요는 긍정적인 상황이며, 이는 Etching 공정 상에서의 Ring 수요 증가에 기인한다. 5) 96단 이상의 3D NAND Shortage가 심화되고 있으며, 동시에 NAND 적층 심화에 따른 파츠, 장비의 변화가 진행되고 있다. 6) 세정, 코팅의 수요가 양호한 상황이며, 이는 글로벌 장비사 및 칩 메이커들의 공정 난이도 증가에 따른 원가 부담이 가중되고 있기 때문이다. 7) 중국 반도체 업체들의 CAPA 증설이 지속되면서 YMTC, CXMT 향 장비 수주가 진행되고 있는 상황이다. 8) 3D NAND 난이도 증가와 중국 메모리 업체들의 초기 수율 부진이 겹치면서 후공정 테스트 장비의 수요가 촉진되고 있다. 9) 비메모리 수요 확대 및 메모리 업황의 반등으로 인해 소켓과 핀 업체들의 실적이 매우 긍정적인 상황이다. 10) 하반기 DDR5 시작과 함께, 2021년 DRAM 후공정 테스트 장비와 메모리 소켓 수요의 폭발적 증가세는 필연적인 것으로 보인다.

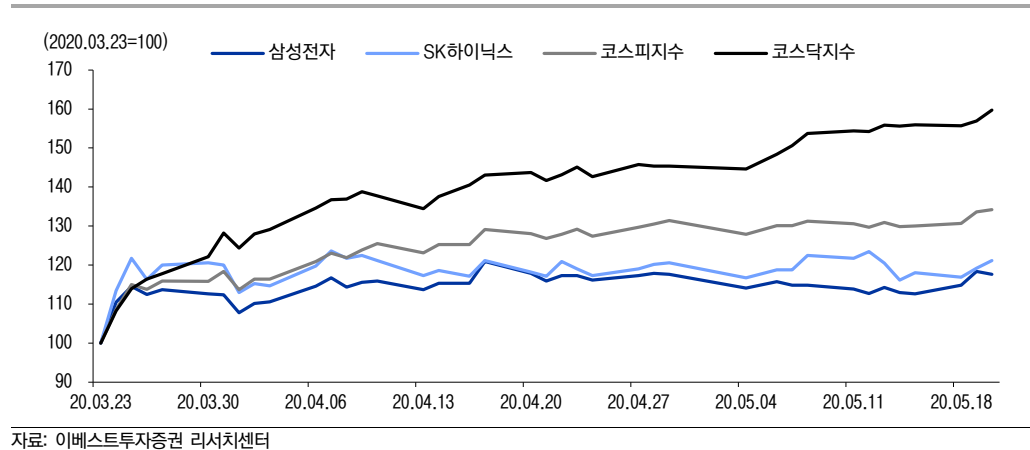
향후 방향성 점검

일부 업체를 제외한다면, 대부분의 업체들이 놀랍게도 가이드언스를 유지하는 업체들이 많은 상황이다. 오히려 가이드언스를 상향조정하는 업체들이나 2021년의 긍정적 전망을 제시하는 업체들 또한 존재하고 있는 상황이다. 특히 전방 업체들의 Fab 투자 증가와 공정의 변화, 비메모리로의 진입 확대, DDR5 등의 Tech 전환 등 많은 투자 사이클과 모멘텀들이 펀더멘털이 강화된 업체들의 힘을 더해주고 있는 상황이다. 당사는 최근 ISC, 유니셀, 싸이맥스, 엘오티베콤, 심텍, 테크윙, 원익 QnC, 포인트엔지니어링, 코미코, 케이엔제이, 에스티아이, GST 등의 업체들과 미팅을 진행하였으며, 이 중 3개 종목(싸이맥스, 유니셀, ISC)을 관심종목으로 제시한다.

반도체 중소형주의 강세 배경과 원인, 향후 방향 예측

당사의 이전 자료인 20/04/24 ‘이번 사이클의 궤도’에서도 언급하였듯, 현재 진행되고 있는 하반기 DRAM 가격 상승폭의 둔화는 4~5 월 메모리 대형주들의 주가 부진에 대부분 pricing 되어왔다. 그 가운데 반도체 중소형주들 또한 일부 핵심 업체를 제외하고는 타 코스닥 중소형주 대비 약세를 보여왔다. 상대적으로 반도체 업황의 불확실성과 하반기 장비 증설 강도의 둔화 등이 반영되면서 핵심 공정소재 업종을 제외하면 중소형주들 또한 코스닥 지수 상승에도 불구하고, 주가 약세를 면치 못했다.

그림1 메모리 대형주들은 주요 지수대비 약세를 기록



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그러나, 현재 삼성전자 위주의 Fab 투자 강도가 강화되고 있고(평택 2 하부층 NAND, 평택 3 EUV & DRAM, 오스틴 확장) SK 하이닉스 또한 M16 유틸리티 완공이 올해 연말 완공되면서 하반기부터 M16에 대한 장비 투자를 진행할 것으로 보여지고 있다. 또한 파츠 업체들의 실적이 티씨케이, 하나머티리얼즈, 원익 QnC, 월텍스까지 전부 호조세를 기록하면서, 파츠 업체들의 강세 또한 지속 중이다. 나아가, TSMC와 삼성전자의 미국 파운드리 팹 확장 굴기에 따라 TSMC 노출도가 있는 코미코, ISC, 포인트엔지니어링 등의 업체들 또한 긍정적인 모습을 그려가고 있는 상황이다. EUV 향 소재 노출도가 있는 에스앤에스텍과 에프에스티 등도 긍정적인 모습을 지속하고 있다.

이에 따라, 반도체 중소형주들의 최근 주가 움직임은 강한 모습을 보여주면서 오히려 대형주들을 크게 앞서고 있다. 즉, 메모리 반도체 대형주들은 COVID로 인한 수요 불확실성과 하반기 가격 상승폭 둔화의 불안감 속에 갇혀있지만, 중소형주들 중에서 향후 진행될 투자 사이클에 집중해온 업체들과 펀더멘털이 강해지고 있는 업체들은 성장 궤도가 더 분명하게 보이기 때문이다. 당사는 반도체 업황이 불확실한 가운데, 전반적인 업황 체크를 위해 최근 1달간 ISC, 유니셈, 싸이맥스, 엘오티베컴, 심텍, 테크윙, 원익 QnC, 포인트엔지니어링, 코미코, 케이엔케이, 에스티아이, GST 등의 업체들과 미팅을 진행하였으며, **결론적으로는 크게 10가지의 핵심 내용을 체크**할 수 있었다. 당사는 현재까지 업체들이 기반영된 주가 레벨과 밸류에이션, 업체들의 가이던스 수준과 당사의 시장 view를 감안하여 이 중 3개 종목(싸이맥스, 유니셈, ISC)을 관심종목으로 제시한다. 먼저 당사가 파악한 10가지 핵심 내용은 다음과 같다.

1) 삼성전자의 Fab 투자 강도가 강해지고 있으며, 하반기 장비 투자 강도는 연초 매우 높았던 기대치보다는 낮으나, 오히려 2020 → 2021 년 장비 투자 강도는 우상향이 기조가 분명해지고 있다. (장비업체들의 실적은 연간기준 21 년 yoy 증가 예상)

당사는 삼성전자의 오스틴 Fab 확장 가능성이 현재 상당히 높다고 판단되며, 일부 장비업체들의 오스틴 증설 테스트 장비 반입 등이 실제로 하반기에 예정되어 있는 것으로 체크되고 있는 상황이다. 여기에 평택 3(이하 P3) 또한 올해 8 월부터 팹 준공이 이뤄질 것으로 판단되며, 향후 EUV 장비가 도입된 파운드리 및 DRAM 라인이 구성될 것으로 판단된다. 또한 평택 2(이하 P2) 하부층 NAND 또한 유틸리티 투자가 가속화 되고 있는 것으로 판단된다. 즉, DRAM 은 P2 상부층과 P3, NAND 는 시안 2 2 기와 P2 하부층, 파운드리는 P3 와 오스틴 중심으로 Fab 의 공간 여유는 점점 많아질 것으로 보인다. 결론적으로, 당사는 삼성전자의 반도체 장비 투자가 2020 년대비 2021 년 증가하는 방향성이 명확하다고 판단하며 이에 대한 좀 더 구체적인 내용은 뒤에 서술하였다.

(관련종목: 원익 IPS, 테스, 피에스케이 등 주요 전공정 반도체 장비 업종)

2) SK 하이닉스의 장비 투자 강도는 올해 하반기 M16 을 시작으로 2020 → 2021 큰 폭으로 상승할 것으로 예상된다.

우시 2 공간이 많이 남지 않은 상황에서, 선단공정 도입이 가능한 M16 의 유틸리티 투자가 올해 4 분기에 완료될 것으로 예상되는 가운데 SK 하이닉스의 장비투자 속도 또한 기존(1Q21)대비 4Q20 으로 더 앞당겨지고 있는 상황이다. 당사가 20/03/31 자료 ‘결국 오고야 마는 것들’에서도 제시하였듯, SK 하이닉스의 2021 년 장비투자(특히 DRAM) 증가는 매우 필연적이다. 당사는 올해 상반기 SK 하이닉스의 DRAM 투자를 우시 2 약 10K 수준으로 판단하며, 올해 4 분기 M16 향 10~15K 를 시작으로 2021 년 DRAM 투자 약 40K 수준을 추정한다. 이에 따라, SK 하이닉스향 밸류체인 업체들의 21 년 실적 성장폭이 매우 클 것으로 예상된다. 이 부분 또한 구체적 내용은 뒤에 서술하였다.

(관련종목: 유니테스트, 유진테크, 테크윙, 에이팩트)

3) 국내 메모리 업체들의 Fab 투자 강도 증가 이유 중 하나는 글로벌 장비 업체들의 장비 부킹이 타이트해지고 있기 때문인 것으로 추정된다.

3~4 월 북미와 유럽에서 COVID19 로 인한 봉쇄가 본격화되면서 글로벌 메인 장비업체인 AMAT 과 Lam 등의 주요 업체들의 장비 제작에 일부 차질이 생기고 있는 것으로 판단된다. (이에 따른 가이던스 일부 하향 존재) 또한 인텔과 TSMC 의 비메모리 CAPA 증설 강도는 여전히 유지되고 있기 때문에(CAPEX 가이던스 유지) 상대적으로 메모리 업체들향 메인 장비 공급의 속도가 늦춰질 가능성이 지속 제기되고 있다. 이에 따라, 국내 메모리 업체들은 다소 서둘러서 Fab 투자 강도를 앞당기고, 글로벌 장비업체들향 장비 오더를 최대한 미리 진행하고 있는 것으로 판단된다.

4) 파츠 등 공정 소재의 수요가 매우 긍정적인 상황이며, 그 근간에는 Etching 공정에 들어가는 Ring 수요의 확대가 주요 핵심이다.

티씨케이의 SiC Ring 수요 확대와 함께 원익 QnC 의 퀴즈 Etcher 용 Focus Ring 수요가 상당히 긍정적인 상황이다. 원익 QnC 는 비록 연결 자회사인 퀴즈 원재료를 제작하는 모멘티브로 인해 1 분기 연결 실적은 부진했으나 본업인 퀴즈 자체는 상당히 긍정적인 흐름이 지속 중이다. 하나머티리얼즈 또한 Si Ring 수요가 지속 증가 중이며, 월텍스 또한 호실적을 기록하면서 전반적인 파츠 소재 업종들의 실적 흐름이 양호하다.

이러한 호실적의 원인은 단순히 1) NAND 가동률 증가, 2) NAND 증설 효과뿐만 아니라 3) 96 단 이상 NAND 의 Etching 공정 난이도 증가가 핵심 이유라고 볼 수 있다. 파티클 발생 증가와 마모 심화로 인한 챔버 내의 공정 악조건이 심화되면서, 지속적으로 Focus Ring 교체수요가 발생하고 있는 것이다.

추가적으로, Si Ring 수요는 결국 점차 SiC Ring 수요로 변화해갈 것이기 때문에, 기존 Si Ring 제조 업체들의 SiC Ring 시장 진입은 필연적으로 언젠간 진행될 것으로 판단된다. 다만, 당사는 이러한 부분을 단순히 SiC Ring 시장의 경쟁심화로 접근하는 시각보다는 시장 선도주자와 후발주자가 함께 SiC Ring 시장의 확장에 있어 수혜를 함께 보는 관점으로 접근한다.

(관련종목: 티씨케이, 원익 QnC, 하나머티리얼즈, 월텍스)

5) 96 단 이상의 3D NAND 의 Shortage 가 심화되고 있으며, 동시에 NAND 적층 심화에 따른 파츠, 장비의 변화가 진행되고 있다.

앞서 4 번에서 이어지는 내용으로, 당사는 NAND 업황이 현재 단수별로 다소 다르게 진행되고 있는 것으로 파악한다. 예를 들어, 32 단이나 48 단은 올해 하반기 초과 공급에 진입할 가능성이 높지만, 96 단 이상의 NAND 는 여전히 초과 수요 상태가 유지될 가능성이 높다는 판단이다. NAND 제조사들의 96 단 이상의 수율 및 CAPA 확보는 여전히 더딘 가운데, 서버 및 ESSD 수요는 전반적으로 96 단 이상의 3D NAND 중심으로 집중되고 있기 때문이다. 이에 따라, 삼성의 P2 하부층 NAND 증설이 이뤄질 경우, 128 단 위주의 최선단 공정으로 진행될 것임이 분명해 보인다.

또한 앞서 제시하였듯 이러한 고단수 NAND 의 수요 증가에 따른 업체들의 지속적인 NAND 적층수 확대는 필연적으로 Focus Ring 교체수요를 촉발하는 동시에, SiC Ring 의 수요를 더욱 촉진시키고 있는 상황이다. 이러한 파츠단에서의 변화 뿐만 아니라, Scrubber 나 진공펌프 등의 장비군에서도 변화가 지속되고 있다.

구체적으로, 최근 유니셈이나 엘오티베콤 등의 업체들을 통해 파악한 결과, 1) NAND Etching 공정 난이도 증가로 인해 Scrubber 와 진공펌프 신규 수요가 생겨나고 있고(신규 공정의 추가) 2) 기존에 영국 Edward 社가 대응해온 Scrubber 와 진공펌프가 일체화된 장비로는 점점 공정 대응이 어려워지고 있는 것으로 보인다.

전반적인 국산화 기조에 더해 일체화된 장비로의 대응이 어려워지면서, 분리된 형태로 더 성능이 강화된 Scrubber 와 진공펌프 수요가 증가하고 있는 것이다. 실제로 업체들의 1 분기 실적에 이러한 NAND 부분 신규 공정 수요가 반영되기 시작했다.

(관련종목: 티씨케이, 유니셈, 엘오티베콤)

6) 세정, 코팅의 수요가 긍정적인 상황이며, 이는 글로벌 장비사 및 칩 메이커들의 공정 난이도 증가에 따른 원가 부담을 해결해주고 있기 때문이다.

선단공정의 난이도가 DRAM, NAND, Logic 모두 급증하고 있기 때문에, 글로벌 장비업체들과 칩 제조사들의 원가 효율화가 점점 어려워지고 있는 상황이다. Step 수 증가와 라인 구축 비용 증가(장비 대수 및 가격 상승), 공정 난이도 증가에 따른 교체 주기 증가 등이 큰 부담으로 작용된다. 이에 따라 Shower head 등 챔버 안에 들어가는 일부 공정 부품들은 시간이 지나면 교체하기 보다는 최대한 세정을 많이 하거나 코팅을 통해 수명을 늘리려는 노력들이 진행 중이다.

또한 이러한 세정, 코팅 업체들은 장비업체들보다 TSMC 나 인텔 등의 핵심 글로벌 비메모리 업체들향으로의 공급이 수월하다. 이에 따라 밸류에이션 측면에서도 훨씬 더 여유롭게 접근가능한 측면이 있다.

(관련종목: 코미코, 포인트엔지니어링)

7) 중국 반도체 업체들의 CAPA 증설 또한 올해 가속화되고 있다. 특히 미중무역분쟁 가속화에 따라 SMIC 뿐만 아니라 YMTC(NAND), CXMT(DRAM) 등의 업체들의 CAPA 증설이 본격화되고 있다.

중화권 메모리 굴기가 가속화되고 있으며, 이에 따라 국내 업체들의 중화권 장비 발주가 진행 중인 상황이다. 국내업체들의 수주는 전공정보다는 서브 장비나 후공정 테스트 장비 위주로 진행되고 있는 것으로 판단된다.

(관련종목: GST, 테크윙, 유니테스트)

8) 3D NAND 난이도 증가와 위에 제시한 중국 메모리 업체들의 수율 부진이 겹치면서 특히 후공정 테스트 장비 수요를 촉진시키고 있다.

최근 키옥시아의 SSD 용 변인 테스터 공정의 신규 도입과 중국 YMTC 및 CXMT 의 후공정 테스트 장비 발주가 국내 업체들 향으로 지속되고 있는 상황이다. 이는 전공정 수율이 확보되지 못한 업체들이 최대한의 수율 확보를 후공정 단에서의 테스트 장비를 통해 보완하려는 움직임으로 해석된다. 즉, 동일한 Wafer Input Capacity 를 갖추더라도, 후공정단에서는 더 많은 장비 발주가 필요해지게 되는 것이다.

(관련종목: 테크윙, 유니테스트)

9) 소켓이나 핀 업체들의 실적과 수요가 긍정적이다. 비반도체 수요 증가가 지속되는 동시에 반도체에서는 메모리 업황의 반등과 비메모리 수요 확대가 진행되고 있기 때문이다.

TSMC 위주의 소켓 수요가 빠르게 증가하고 있으며, 동시에 인텔이나 퀄컴, 삼성 파운드리에서의 비메모리 소켓 수요 역시 함께 증가하고 있는 트렌드에 있다. 또한 메모리는 업황 회복이 본격화되면서 메모리용 소켓 수요 또한 증가하고 있는 상황이다. 전반적으로 핀수 증가와 피치 미세화 등의 트렌드 또한 가속화되고 있다. 이 외에 배터리나 의료용 등 비반도체향으로의 수요 또한 증가하고 있는 상황이다.

(관련종목: 리노공업, 티에스이, ISC)

10) 하반기 DDR5 와 함께, 2021 년 DRAM 후공정 테스트 장비와 메모리 소켓 수요의 폭발적 증가세는 필연적이다.

2014 년 DDR4 전환에 이어, 2021 년 DDR5 가 본격적으로 전환될 것으로 예상된다. 올해 4 분기부터 국내 메모리 업체들의 일부 DDR5 향 제품의 출하가 시작되고, 2021 년 본격적으로 침투율이 상승하면서 인텔 및 AMD 의 신규 CPU 에 DDR5 로드맵이 추가될 것으로 판단된다. DDR5 의 핵심은 메모리 클럭속도의 향상이기 때문에, 전공정이 아닌 후공정 테스트 장비 및 소켓의 수혜가 필연적이다.

대표적으로 Speed Tester 장비의 교체가 전반적으로 이뤄져야 하며, 번인 테스트의 업그레이드와 교체 수요가 동반되어야 하고, 핸들러의 업그레이드 또한 추가적으로 진행될 수 있다. 또한 핀의 미세화가 더욱 진행되면서 COK 및 메모리용 파이널 테스트 소켓의 ASP 상승이 동반될 것으로 예상된다.

(관련종목: 유니테스트, 테크윙, ISC)

삼성전자 주도의 반도체 Fab 투자 강도의 강화를 예상

삼성전자 입장에서는 상반기 시안 2 1 기 투자 약 45K 와 펄팩 1(이하 P1) 상부층 DRAM 약 15K(or 17K) 수준이 완료되었고, P2 상부층 DRAM 이 3~4 월 약 15K, 5~8 월 15K, 8~9 월 추가 15K 가 진행될 것으로 예상된다. 즉, 전체적으로 **올해 연간 DRAM 투자는 약 60K 수준**으로 판단해볼 수 있다. NAND 의 경우, 하반기 시안 2 2 기나 P3 하부층에 15K 수준의 투자는 가능할 것으로 보이며, 종합하자면 **올해 연간 NAND 투자는 상반기 시안 2 1 기 투자까지 포함하여 약 60K 수준**으로 판단된다.

1. 삼성전자 NAND 투자

삼성전자의 NAND 신규 투자는 1) 시안 2 2 기와 2) P2 하부층 투자로 시나리오가 나뉘게 되는데, **각 부분의 장단점이 존재한다**. 먼저 1) 시안 2 2 기투자는 상대적으로 국내에 선단공정 투자를 집중하는 성격상, 비선단공정 위주로의 초기 투자가 진행될 가능성이 높다. 만약 P2 하부층에 NAND 투자를 하게될 경우, 곧바로 128 단 공정 중심으로 투자가 진행될 가능성이 높다. 2) 대신에 P2 하부층은 유틸리티 투자를 진행해야 하기 때문에, 실제 장비투자는 올해 3 분기말~4 분기에 가능할 것으로 보이며, 가동은 내년 1 분기로 바라봐야 할 것이다. 즉, 시안 2 2 기는 즉시 투자하여 가동할 수 있으나, P2 는 가동까지 시간이 다소 소요된다.

최근 미중무역분쟁에 따라 중국 시안 2 2 기 증설에 대한 일부 불확실성이 제기된바 있으나, 현재는 여러가지 시나리오를 동시에 고려 중인 것으로 판단된다. 확실한 점은, NAND 를 투자할만한 공간은 많으며, 하반기 어떤 공간이든 약 15K 수준의 증설을 진행하고 내년에는 올해 투자(NAND 약 60K: 상반기 시안 2 1 기 45K, 하반기 추가 15K)보다는 유사하거나 많이 할 가능성이 높다는 점이다.

2. 삼성전자 DRAM 투자

삼성전자의 DRAM 신규 투자는 P1 상부층 DRAM 약 15K(or 17K) 수준이 완료되었고, P2 상부층 DRAM 이 3~4 월 약 15K, 5~8 월 15K, 8~9 월 추가 15K 가 진행될 것으로 예상된다. 즉, 전체적으로 올해 연간 DRAM 투자는 약 60K 수준으로 당사는 추정한다. P2 상부층 DRAM 공간이 여전히 많이 남아있고, P3 또한 EUV 를 적용한 DRAM 라인으로 내년부터는 장비 투자가 가능할 것으로 추정되기 때문에 올해보다 내년 DRAM 투자는 더 많이 진행할 가능성이 더 높다고 판단된다.

그 이유는 1) 사실상 13L CIS 전환(상반기 40K) 가속화에 따른 CAPA 보완투자가 올해 투자에 상당히 많이 포함되어있었으며, 2) DRAM 업황의 수요 B/G 본격 증가 시기는 2021 년이고, 3) 메모리 업체들의 재고 레벨은 2019 → 2020 → 2021 년으로 갈수록 점점 감소할 것이기 때문에 재고 B/G 가 아닌 생산 B/G 가 더 필요해지게 될 것이며, 4) DRAM 에서의 EUV 적용이 2021 년 본격화될 것이기 때문이다.

그 외에 삼성전자는 P3 에서 EUV 를 적용한 DRAM 뿐만 아니라 파운드리 확장을 고려하고 있으며, 오스틴 팹에서의 확장 또한 고려하고 있다. 아직까지 정확한 오스틴 팹 확장 규모는 체크가 되지는 않지만, P3 의 경우 P1, P2 보다 유사하거나 조금 더 큰 사이즈의 팹 규모로 진행될 것으로 예상된다.

즉 2021 년의 경우, 1) P3 에서의 DRAM, 파운드리향 장비 발주와, 2) 오스틴 팹 확장에 따른 파운드리향 장비 발주, 3) P2 하부층이든 시안 2 2 기든 올해 하반기부터 시작되어 2021 년 본격적으로 진행될 NAND 향 장비 발주가 대기하고 있다.

SK 하이닉스, 2021 년 장비투자 증가는 필연적

당사가 이전 20/03/31 ‘결국 오고야 마는 것들’에서도 언급하였듯, SK 하이닉스의 장비투자는 내년 yoy 로 증가할 가능성이 매우 높은 가운데 특히 M16 DRAM 투자가 그 중심이 될 것으로 판단된다. SK 하이닉스는 삼성전자와 마찬가지로 M10 의 CIS 전환을 상당히 많이 진행하고 있으나, 반대로 삼성전자와 다르게 보완투자를 거의 진행하고 있지 않기 때문에, 훨씬 더 DRAM Wafer Input Capacity loss 가 심한 상황으로 판단된다. 우시 2 공간 또한 부족한 상황에서 선단 공정 투자를 M16 에 집중할 것으로 보이며, 또한 M16 은 EUV 가 적용가능한 DRAM 라인으로 설계되었기 때문에 내년 하반기 1a node 부터는 SK 하이닉스 또한 EUV 를 DRAM 에 초기 적용을 시작할 것으로 보인다. (전자는 1z 초기 적용, 1a 양산 적용)

당사는 올해 상반기 SK 하이닉스의 DRAM 투자를 우시 2 약 10K 수준으로 판단하며, 올해 4 분기 M16 향 10~15K 를 시작으로 2021 년 DRAM 투자 약 40K 수준을 추정한다. 마이크론 또한 CAPEX 를 올해 대비 내년 증가할 것을 지속적으로 컨퍼런스콜에서 시사하는 가운데, SK 하이닉스의 CAPEX 가 3 년 연속 감소할 가능성은 매우 낮다고 판단된다.

NAND 의 경우, M15 에 여유공간이 여전히 존재하지만 삼성전자와 달리 SK 하이닉스는 2D NAND CAPA 가 더 남아있고, Migration 을 통한 수율 확보가 더 중요한 상황이다. 삼성전자는 96 단 이상의 3D NAND Shortage 가 심각한 상황에서 더 많은 CAPA 투자가 필요한 반면, SK 하이닉스는 상대적으로 CAPA 투자의 필요성이 크지 않은 것으로 판단된다. Migration 수율을 일차적으로 안정화시키면서 PUC 기술 도입을 통한 원가 절감이 더욱 급선무 과제라고 판단된다. 전반적으로 DRAM 은 증설, NAND 는 수율 확보가 SK 하이닉스의 합리적 전략이 될 것으로 보인다.

기업분석

싸이맥스 (160980)	10
유니셈 (036200)	12
ISC (095340)	14

싸이맥스 (160980)

2020. 05. 21

반도체

다시 태어나다

Analyst 최영산

02. 3779-8425

danechoi@ebestsec.co.kr

국산화의 강력한 수혜 + 이송장비 공급 시장의 구도 변화

싸이맥스(이하 동사)의 1 분기 실적은 매출액 518 억원, 영업이익 80 억원을 기록하면서 연초 예상되었던 올해 연간 매출액 약 1,000~1,100 억원의 절반을 이미 1 분기에 달성하였다. 당사는 이러한 1 분기 실적 서프라이즈 원인에 집중한다. 1) **국내 삼성전자의 메인 Captive 장비 공급사인 S 社の 국산화 비중이 증가하면서 S 社항 백본(EFEM 과 LPM 등을 포함한 전체 Transfer 장비 시스템) 수요가 급증했고**, 2) 글로벌 메인 장비회사인 A 社항 장비 발주 증가와 함께 3) **웨이퍼 이송장비 공급 시장 구도가 크게 변화했기** 때문이다. 구체적으로, 기존에는 동사와 로체시스템즈, 로보스타까지 3 개 업체가 웨이퍼 이송장비 시장을 과점해왔으나, 1) 로체시스템즈는 디스플레이용 이송장비(Indexer)와 레이저 커팅 및 벤딩 장비에 주력하면서 EFEM 매출액이 연간 200 억원 수준에서 멈춰섰고, 2) 로보스타는 2018 년 하반기 LG 전자에 인수되면서 반도체용 이송장비보다는 산업용 로봇에 현재 집중하고 있다.

이외에도 당사는 국내 I 社の 핵심 투자포인트인 DRAM 1z 공정용 Annealing 장비에 EFEM 을 독점 공급하고 있으며, P 社の 계측장비, H 社の TSV Bonder 에 까지도 EFEM 장비를 공급하고 있는 상황이다. I 社, P 社, H 社 모두 국내 상장사이며, 동사의 웨이퍼 이송장비가 들어가는 부분은 전부 각 회사들의 향후 성장 포텐셜이 높은 부분들이다. 또한 가장 중요한 점은 최근 대만 업체를 통해 미국 최대 반도체 회사인 I 社에 데모 장비를 공급, 고객사를 크게 확장시킬 가능성이 높아지고 있다.

S 社항 비중확대 + 전방 투자 확대 = 가이던스 최대 1,600 억원 제시

삼성전자의 국산화 기조가 특히 captive S 社로 집중되는 가운데, 이제는 투자 단위당 동사의 주주금액까지 상승해버린 상황이다. 기존에는 100K 투자 시에 500 억원 규모의 수주가 예상되었으나, 1 분기 실적에서만 이미 518 억원을 기록하면서 **투자 단위당 수주 규모는 기존대비 20% 가까이 상승**하였다. 이와 함께 삼성전자의 P2 하부층 NAND 와 P3 EUV DRAM 및 파운드리, 오스틴 파운드리 증설, SK 하이닉스의 M16 이 맞물리면서 **올해 가이던스는 최대 1,600 억원까지 상승한 것으로 추정되며(PLP 수주 없이)**, 2021 년은 **올해보다 실적 추가 상승이 가능할 것으로** 판단된다. 또한 앞서 제시한 고객사들이 꾸준히 붙어주고, 정부와 함께 PJT 를 진행 중인 ATM 장비 국산화(최근 합병한 사이보그랩과 함께 진행, ATM 은 일본 회사가 독점)까지 진행될 경우, 국내 고객사향 추가적인 매출 발생 및 원가 절감까지 가능할 것으로 판단된다.

Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2016	73.2	7.4	7.9	6.3	775	308.9	8.5	14.5	11.3	1.7	11.9
2017	164.1	23.8	23.0	17.6	1,947	151.1	26.0	8.8	6.9	1.8	23.0
2018	133.5	15.7	16.0	13.3	1,262	-35.2	18.3	6.1	3.7	0.8	12.9
2019	83.5	2.0	3.3	3.2	422	-66.6	4.5	22.5	21.5	1.0	4.1
2020E	150.0	24.0	23.5	19.0	1,772	493.8	26.7	6.8	6.5	0.9	24.3

자료: 싸이맥스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Not Rated

목표주가

NR

현재주가

12,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ(5/20)	708.76 pt
시가총액	1,316 억원
발행주식수	10,924 천주
52 주 최고가 / 최저가	13,750 / 5,240 원
90 일 일평균거래대금	28.23 억원
외국인 지분율	2.6%
배당수익률(19.12)	0.0%
BPS(19.12)	9,725 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 12.8%
	6 개월 7.6%
	12 개월 0.6%
주주구성	인지컨트롤스 (외 10 인) 41.0%
	자사주신탁 (외 1 인) 3.5%
	전인택 (외 1 인) 2.5%

Stock Price



싸이맥스 (160980)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	42.9	49.8	71.1	61.8	65.5
현금 및 현금성자산	2.8	3.4	10.0	9.0	11.7
매출채권 및 기타채권	7.2	17.0	27.0	6.4	18.8
재고자산	5.2	13.1	19.5	23.5	21.7
기타유동자산	27.7	16.3	14.6	22.9	13.4
비유동자산	28.3	40.8	76.7	75.5	85.0
관계기업투자등	8.2	8.2	1.4	1.5	5.1
유형자산	17.6	31.3	44.0	44.6	41.2
무형자산	1.2	0.8	4.5	3.9	4.0
자산총계	71.2	90.6	147.9	137.3	150.5
유동부채	9.1	19.1	40.6	18.8	32.1
매입채무 및 기타채무	5.5	13.4	11.5	6.9	13.1
단기금융부채	2.5	1.0	19.0	6.1	11.9
기타유동부채	1.1	4.7	10.0	5.8	7.1
비유동부채	10.9	16.1	5.5	11.5	12.7
장기금융부채	10.3	15.0	3.5	9.3	9.9
기타비유동부채	0.6	1.1	2.0	2.2	2.8
부채총계	20.0	35.2	46.1	30.4	44.8
지배주주지분	51.2	55.4	98.3	103.0	102.9
자본금	2.7	2.7	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	27.0	27.1	51.0	51.0	51.0
이익잉여금	24.4	29.9	46.2	51.2	52.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	3.6	3.9	2.9
자본총계	51.2	55.4	101.8	106.9	105.7

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	10.0	-0.9	7.8	18.5	0.7
당기순이익(손실)	1.6	6.3	17.6	13.3	3.2
비현금수익비용가감	1.0	4.1	11.9	4.0	2.3
유형자산감가상각비	0.3	0.7	1.5	1.9	2.5
무형자산상각비	0.5	0.4	0.7	0.8	0.1
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.1	-1.1	0.0
영업활동 자산부채변동	7.6	-11.2	-19.8	7.8	-7.3
매출채권 감소(증가)	14.0	-9.7	-9.1	20.7	-10.7
재고자산 감소(증가)	-0.1	-8.2	-7.5	-4.1	1.5
매입채무 증가(감소)	-6.1	9.2	-4.1	-4.2	6.3
기타자산, 부채변동	-0.1	-2.4	0.9	-4.6	-4.3
투자활동 현금	-49.1	0.1	-34.5	-7.9	0.5
유형자산처분(취득)	-16.9	-14.7	-9.7	-2.3	-1.4
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	-0.4	-0.4	-0.2
투자자산 감소(증가)	-24.5	14.1	-0.8	-6.4	8.9
기타투자활동	-7.7	0.7	-23.5	1.1	-6.8
재무활동 현금	36.1	1.4	28.9	-11.5	1.5
차입금의 증가(감소)	12.8	3.2	1.5	-7.1	5.7
자본의 증가(감소)	26.2	-1.0	29.2	-2.6	-2.6
배당금의 지급	0.0	1.0	1.3	2.6	2.6
기타재무활동	-2.8	-0.9	-1.9	-1.9	-1.7
현금의 증가	-2.9	0.6	6.6	-1.0	2.7
기초현금	5.7	2.8	3.4	10.0	9.0
기말현금	2.8	3.4	10.0	9.0	11.7

자료: 싸이맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	55.4	73.2	164.1	133.5	83.5
매출원가	46.4	60.0	130.9	105.3	71.1
매출총이익	9.0	13.1	33.2	28.2	12.4
판매비 및 관리비	5.0	5.8	9.4	12.6	10.4
영업이익	4.0	7.4	23.8	15.7	2.0
(EBITDA)	4.7	8.5	26.0	18.3	4.5
금융손익	0.3	0.7	0.0	1.4	1.2
이자비용	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
기타영업외손익	-2.7	-0.1	-0.8	-1.2	0.1
세전계속사업이익	1.6	7.9	23.0	16.0	3.3
계속사업법인세비용	0.0	1.6	5.4	2.7	0.1
계속사업이익	1.6	6.3	17.6	13.3	3.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.6	6.3	17.6	13.3	3.2
지배주주	1.6	6.3	17.7	13.0	4.2
총포괄이익	1.6	6.2	15.8	15.2	3.2
매출총이익률 (%)	16.3	17.9	20.2	21.1	14.9
영업이익률 (%)	7.2	10.1	14.5	11.7	2.4
EBITDA 마진률 (%)	8.5	11.6	15.8	13.7	5.4
당기순이익률 (%)	2.8	8.7	10.7	10.0	3.8
ROA (%)	2.8	7.8	14.8	9.1	2.9
ROE (%)	4.1	11.9	23.0	12.9	4.1
ROIC (%)	18.0	16.3	24.8	13.7	2.0

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	34.5	14.5	8.8	6.1	22.5
P/B	1.1	1.7	1.8	0.8	1.0
EV/EBITDA	8.2	11.3	6.9	3.7	21.5
P/CF	21.4	9.2	5.3	4.7	18.5
배당수익률 (%)	3.1	2.2	1.5	3.2	0.0
성장성 (%)					
매출액	-66.2	32.0	124.2	-18.7	-37.5
영업이익	-83.2	84.8	222.8	-34.1	-87.4
세전이익	-93.0	392.3	189.7	-30.4	-79.6
당기순이익	-91.1	304.0	176.8	-24.1	-76.2
EPS	-90.3	308.9	151.1	-35.2	-66.6
안정성 (%)					
부채비율	39.0	63.5	45.2	28.4	42.4
유동비율	471.4	260.9	175.4	328.0	204.2
순차입금/자기자본(x)	-34.3	-1.0	-0.8	-13.8	-2.8
영업이익/금융비용(x)	34.8	22.0	56.8	38.5	5.0
총차입금 (십억원)	13	16	22	15	22
순차입금 (십억원)	-18	-1	-1	-15	-3
주당지표(원)					
EPS	190	775	1,947	1,262	422
BPS	5,981	6,443	9,290	9,737	9,725
CFPS	305	1,217	3,194	1,639	515
DPS	200	250	250	250	n/a

유니셈 (036200)

강해지는 펀더멘털

2020. 05. 21

반도체

Analyst 최영산

02. 3779-8425

danechoi@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가

NR

현재주가

6,070 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

전방투자 확대, 신규 공정 진입, 국내 고객사향 점유율 확대 지속

유니셈(이하 동사)은 전방 업체들의 투자 확대와 함께 NAND Etching 공정에서의 Scrubber 사용량 확대, 오스틴 Fab 으로 진입 가능성이 증가하면서 2021 년까지의 성장궤도가 점점 명확해지고 있다. 구체적으로, 1) 삼성전자의 P2 하부층 NAND 증설과 2) P3 EUV 용 DRAM 및 파운드리 증설, 3) 오스틴 Fab 파운드리 증설, 4) SK 하이닉스의 M16 증설이 진행되고 있으며, 5) NAND Etching 공정에서 신규 Scrubber 수요 확대가 진행되고 있고, 6) 그동안 진입하기 어려웠던 오스틴 Fab 으로의 테스트 장비 진입 가시성이 높아지고 있는 것으로 판단된다.

또한 7) 상대적으로 동사는 경쟁사인 GST 대비 국내 고객사들향 점유율이 더 높기 때문에, (GST 는 중화권 점유율이 높음) 삼성전자와 SK 하이닉스의 증설투자 강도의 수혜는 GST 보다 동사가 더 크게 받아갈 것으로 추정된다. 국내업체들이 기존에 진입하지 못했던 오스틴 Fab 으로의 진입과 함께, 동사는 화성 V1 EUV 라인으로의 장비 또한 진입하면서 비메모리 CAPA 확장에 있어서 이미 수혜강도가 낮지 않은 상황이다. 동사의 올해 실적은 매출액 2,100 억원, 영업이익 350 억원을 추정하며, 2021 년 실적은 매출액 2,500 억원, 영업이익 430 억원(opm 17%)까지도 가능할 것으로 추정된다.

NAND Etching 공정 난이도 증가, Scrubber 신규 수요 창출

메모리 업체들의 NAND 적층수 증가에 따른 Etching 공정 난이도 상승으로 인해 기존에 사용되었던 유틸리티 성격을 지니는 2 차 Scrubber 의 비중이 줄어들고, 동사가 들어가는 1 차 Scrubber 의 수요가 확대되고 있는 상황이다. 또한 기존 영국 Edward 社의 Scrubber 와 진공펌프가 일체화된 장비가 NAND Etching 공정에서 지속 사용되었으나, 점점 일체화된 장비가 아닌 Scrubber 와 진공펌프가 개별화된 장비가 변화되고 있다는 점이 중요하다. 이러한 부분은 실제로 국내 엘오티베컴의 진공펌프가 1 분기 NAND Etching 공정에서 신규 진입이 이뤄진 것에서 엿볼 수 있다. 즉, NAND 고단수화에 따른 유해가스 밀도 증가 및 사용량 60 급증은 티씨케이의 96 단 이상의 NAND 공정에서의 SiC Ring 수요 증가와 유사한 맥락이라고 판단된다.

동사의 12M Fwd 기준 P/E 는 약 6.0x 수준(2021 년 기준 5.4x)으로, 과거 최대실적을 달성했던 2017 년 P/E 8x 수준까지는 1 차적으로 상승할 필요가 있다고 판단된다. 나아가, 1) 전방 고객사내 점유율 상승, 2) 오스틴 및 화성 EUV 라인의 비메모리 진입 가시화, 3) NAND 신규 공정에서의 침투 증가를 감안할 시, 반도체 장비업체 평균 P/E 인 8~10x 수준까지도 가능할 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSDAQ(5/20)	708.76 pt
시가총액	1,861 억원
발행주식수	30,664 천주
52 주 최고가 / 최저가	7,100 / 3,355 원
90 일 일평균거래대금	37.57 억원
외국인 지분율	7.9%
배당수익률(19.12)	0.0%
BPS(19.12)	4,198 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 8.3%
	6 개월 15.4%
	12 개월 4.1%
주주구성	김형균 (외 4 인) 29.0%
	자사주 (외 1 인) 2.5%
	자사주신탁 (외 1 인) 1.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	115.4	8.9	7.1	5.3	216	87.0	9.8	29.2	19.5	2.8	9.7
2017	209.3	30.0	26.2	22.3	801	271.0	30.8	7.8	5.5	2.2	29.8
2018	214.3	26.1	25.5	20.6	763	-4.8	27.1	4.2	2.8	0.9	22.7
2019	179.0	24.0	25.7	21.3	749	-1.9	25.5	5.8	4.0	1.0	18.6
2020E	210.0	35.0	34.5	27.6	948	26.6	37.2	6.4	4.4	1.1	24.1

자료: 유니셈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유니셀 (036200)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	65.3	65.5	96.9	107.2	127.6
현금 및 현금성자산	10.0	4.2	29.1	24.2	28.0
매출채권 및 기타채권	22.1	31.0	31.2	45.4	52.6
재고자산	20.5	20.3	23.9	18.9	21.3
기타유동자산	12.7	10.0	12.6	18.7	25.7
비유동자산	28.7	30.1	33.1	34.0	40.1
관계기업투자등	3.6	2.4	3.7	2.6	2.4
유형자산	22.9	25.1	25.4	28.7	31.2
무형자산	1.5	1.7	2.2	1.1	1.2
자산총계	94.0	95.7	130.0	141.3	167.7
유동부채	27.9	23.2	42.2	37.0	41.0
매입채무 및 기타채무	12.3	10.5	14.2	10.9	14.6
단기금융부채	12.2	8.7	16.8	18.0	16.9
기타유동부채	3.3	4.0	11.1	8.1	9.5
비유동부채	2.0	4.4	1.0	0.0	2.9
장기금융부채	0.0	2.0	1.0	0.0	2.9
기타비유동부채	2.0	2.4	0.0	0.0	0.0
부채총계	29.9	27.6	43.2	37.0	43.9
지배주주지분	63.9	69.0	89.1	108.4	128.7
자본금	7.9	15.3	15.3	15.3	15.3
자본잉여금	20.6	13.1	13.1	13.1	13.1
이익잉여금	30.0	35.4	57.4	77.5	97.8
비지배주주지분(연결)	0.3	-1.0	-2.3	-4.2	-5.0
자본총계	64.1	68.0	86.8	104.2	123.8

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	9.9	-3.0	27.1	8.9	17.2
당기순이익(손실)	2.4	5.3	22.3	20.6	21.3
비현금수익비용가감	4.7	3.8	6.1	6.2	3.6
유형자산감가상각비	1.6	0.8	0.8	1.0	1.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.2	-0.2	1.5	0.2	0.1
영업활동 자산부채변동	3.1	-11.3	-0.4	-12.7	-5.6
매출채권 감소(증가)	5.1	-9.8	-3.1	-15.1	-7.3
재고자산 감소(증가)	8.1	0.2	-3.0	5.1	-2.8
매입채무 증가(감소)	-8.5	-1.8	3.5	-3.3	3.7
기타자산, 부채변동	-1.6	0.1	2.2	0.7	0.7
투자활동 현금	-10.1	-0.3	-6.3	-12.0	-10.0
유형자산처분(취득)	0.4	-3.2	-1.5	-4.2	-2.9
무형자산 감소(증가)	0.5	-0.1	-0.4	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-11.0	3.2	-4.2	-7.3	-7.0
기타투자활동	0.0	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1
재무활동 현금	0.9	-2.5	4.0	-1.8	-3.5
차입금의 증가(감소)	0.9	-1.6	7.1	0.0	-1.7
자본의 증가(감소)	0.0	-0.9	-1.2	-1.8	-1.8
배당금의 지급	0.0	0.9	1.2	1.8	1.8
기타재무활동	0.0	0.0	-1.9	0.0	0.0
현금의 증가	0.7	-5.8	24.9	-4.9	3.7
기초현금	9.4	10.0	4.2	29.1	24.2
기말현금	10.0	4.2	29.1	24.2	28.0

자료: 유니셀, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	109.6	115.4	209.3	214.3	179.0
매출원가	76.5	76.2	141.6	144.5	110.8
매출총이익	33.1	39.2	67.7	69.8	68.3
판매비 및 관리비	24.6	30.3	37.8	43.7	44.3
영업이익	8.6	8.9	30.0	26.1	24.0
(EBITDA)	10.2	9.8	30.8	27.1	25.5
금융손익	0.6	0.7	-3.4	2.2	1.1
이자비용	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6
관계기업등 투자손익	0.0	-1.0	0.0	0.0	-0.1
기타영업외손익	-2.7	-1.4	-0.4	-2.7	0.7
세전계속사업이익	6.5	7.1	26.2	25.5	25.7
계속사업법인세비용	0.7	1.4	4.0	5.0	4.4
계속사업이익	5.9	5.7	22.3	20.6	21.3
중단사업이익	-3.4	-0.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.4	5.3	22.3	20.6	21.3
지배주주	3.3	6.4	23.6	22.4	22.0
총포괄이익	2.5	5.1	22.3	19.8	21.3
매출총이익률 (%)	30.2	34.0	32.4	32.6	38.1
영업이익률 (%)	7.8	7.7	14.3	12.2	13.4
EBITDA 마진률 (%)	9.3	8.5	14.7	12.6	14.2
당기순이익률 (%)	2.2	4.6	10.6	9.6	11.9
ROA (%)	3.3	6.8	20.9	16.5	14.3
ROE (%)	5.3	9.7	29.8	22.7	18.6
ROIC (%)	13.5	12.4	41.2	30.6	24.0

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	57.3	29.2	7.8	4.2	5.8
P/B	3.2	2.8	2.2	0.9	1.0
EV/EBITDA	19.0	19.5	5.5	2.8	4.0
P/CF	26.9	21.2	6.8	3.7	5.4
배당수익률 (%)	0.9	0.6	1.0	1.9	0.0
성장성 (%)					
매출액	-47.6	5.3	81.3	2.4	-16.5
영업이익	-71.4	3.8	236.8	-12.9	-8.1
세전이익	-75.1	9.2	267.3	-2.7	0.5
당기순이익	-89.0	115.3	322.5	-7.6	3.4
EPS	-85.6	87.0	271.0	-4.8	-1.9
안정성 (%)					
부채비율	46.6	40.6	49.8	35.5	35.5
유동비율	234.2	282.3	229.6	289.6	311.2
순차입금/자기자본(x)	-14.5	-3.1	-26.6	-23.3	-26.7
영업이익/금융비용(x)	18.9	25.3	67.1	60.8	40.1
총차입금 (십억원)	12	11	18	18	20
순차입금 (십억원)	-9	-2	-23	-24	-33
주당지표(원)					
EPS	116	216	801	763	749
BPS	2,085	2,251	2,906	3,536	4,198
CFPS	246	297	923	871	812
DPS	60	40	60	60	n/a

재평가의 시작

2020년부터 완전한 변화의 시작

ISC(이하 동사)는 비메모리 수요 확대와 DDR5 전환, 베트남 이설효과에 따른 수익성 개선 효과(BEP 레벨의 감소)가 본격화됨에도 불구하고, 아직도 2020 F P/E 8x 수준에 불과한 상태로, 경쟁사 대비 밸류에이션 매력에 매우 높다. 동사의 주요 투자포인트는 다음과 같다. 1) 동사의 주요 고객사인 인텔, 퀄컴, TSMC 등 전방위적인 비메모리 고객사들의 수요 확대에 힘입은 **실리콘 러버 타입의 비메모리 수요 증가 및 포고 핀 실적 확대가 1 분기 이미 가시화 되기 시작했으며**, (특히 TSMC) 2) 매출액의 절반을 차지하는 메모리 부분은 메모리 업황개선이 진행되는 동시에 올해 4 분기부터 **DDR5 전환에 따른 ASP 상승 효과(약 20~30% 상승)**가 시작되어 2021 년에 본격화될 것으로 예상된다. 3) 작년부터 시작된 **베트남 이설효과가 점차 반영되면서 저가 아이템들의 수익성 개선과 이에 따른 동사의 BEP 수준 감소가** 진행되고 있다. 동사의 올해 연간 매출액은 1,250 억원, 영업이익 275 억원 수준을 예상한다. 동사는 작년 4 분기부터 qoq, yoy 개선되기 시작하면서 올해 1 분기 매출액 268 억원, 영업이익 59 억원(OPM 22%)을 기록하며 완전한 성장세에 진입했다.

재평가의 시기 도래, 너무나 편하다

경쟁사이자 peer group 인 리노공업의 포고 타입과 동사의 실리콘 러버 타입은 각각 비메모리/메모리용으로 시장의 주력으로 자리잡았으나, 메모리용은 업황 변동에 따른 마진 변동이 심했기 때문에, 동사의 실적은 그동안 변동성이 매우 높았다. 이로 인해 긴 시간 저평가 받았던 동사는 꾸준한 R&D 를 통해 메모리 시장에 적합했던 실리콘 러버 타입의 테스트 소켓을 비메모리용으로 시장을 개척하는데 성공하였다. 특히 실리콘 러버 타입 소켓은 Mobile DRAM 에 적용되는 경우가 많아서, AP 와 통신 모뎀칩 등의 Mobile 향 비메모리 수요 대응에 적합했던 것으로 판단된다.

동사가 타 소켓 업체대비 차별화될 수 있는 점은 1) 삼성전자 내 MS 50% 이상으로 삼성전자의 비메모리 CAPA 증설과 파운드리 집중 전략에 더 수혜를 받을 수 있으며, 2) DDR5 전환에 따른 ASP 인상 효과를 누릴 수 있고, 3) 메모리 업황 회복에 따른 수혜까지 받아갈 수 있다는 점이다. 마지막으로, 4) **동사의 12M Fwd P/E 는 약 8x 수준으로, peer group 인 리노공업(23x), 티에스이(12x) 대비 지나친 저평가**이다. 당사 판단으로는 최소한 티에스이와의 valuation 키맞추기는 필연적으로 진행되어야 할 것으로 예상되며, 중장기적인 그림에서는 비메모리 매출 비중의 확대 지속과 안정적인 수익성 관리를 통해 충분히 그 이상의 valuation 수준까지 갈 수 있을 것으로 판단된다. 주가는 단기간에 상승한 것처럼 보이지만, 2015 년부터 이어져온 긴 저평가의 구간 관점에서 본다면, 동사의 상승은 이제 막 시작했을 뿐이다.

Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2016	93.6	10.8	12.0	8.8	700	-11.6	19.6	22.9	10.3	1.5	6.7
2017	112.6	23.0	20.7	16.1	1,242	77.5	32.1	15.5	7.2	1.7	11.1
2018	115.9	13.2	16.8	12.2	962	-22.5	22.9	9.0	4.0	0.7	8.1
2019	87.7	2.0	3.1	3.2	313	-67.5	13.5	29.9	8.6	0.8	2.6
2020E	125.0	27.5	30.5	24.4	1,735	454.3	38.4	8.3	2.4	1.0	14.4

자료: ISC, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Not Rated

목표주가

NR

현재주가

14,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ(5/20)	708.76 pt
시가총액	2,037 억원
발행주식수	14,143 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,700 / 5,920 원
90 일 일평균거래대금	43.02 억원
외국인 지분율	3.1%
배당수익률(19.12)	0.0%
BPS(19.12)	12,011 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 33.2%
	6 개월 31.1%
	12 개월 40.7%
주주구성	정영배 (외 8 인) 40.5%
	자사주 (외 1 인) 1.7%

Stock Price

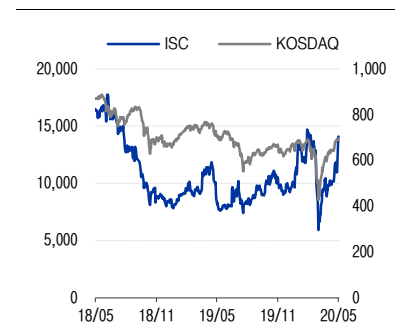
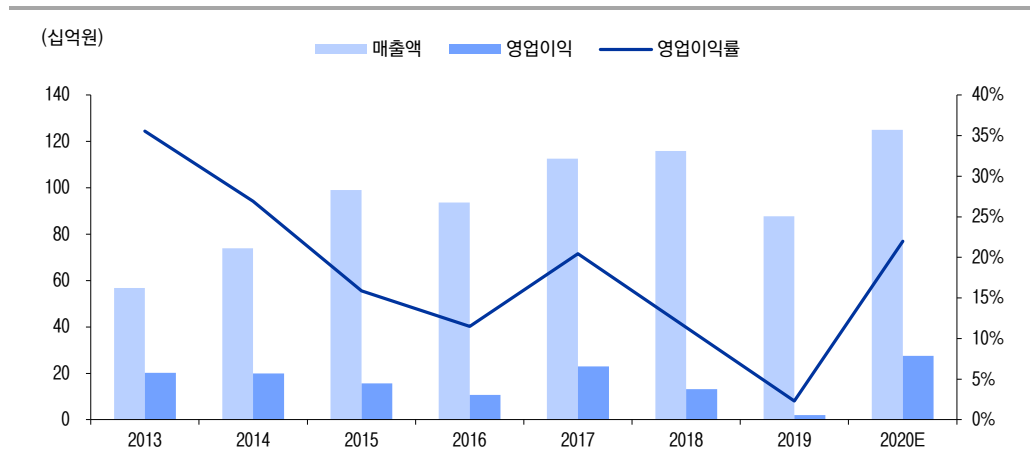


표1 ISC 연결 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	93.6	112.6	115.9	87.7	125.0
매출원가	63.8	70.4	82.4	70.0	88.0
매출원가율	68.1%	62.5%	71.1%	79.8%	70.4%
매출총이익	29.8	42.2	33.5	12.9	37.0
매출총이익률	31.9%	37.5%	28.9%	14.8%	29.6%
영업이익	10.8	23.0	13.2	2.0	27.5
영업이익률	11.5%	20.4%	11.4%	2.3%	22.0%
세전이익	12.0	20.7	16.8	3.1	30.5
세전이익률	12.8%	18.4%	14.5%	3.6%	24.4%
당기순이익	8.8	16.1	12.2	3.2	24.4
순이익률	9.4%	14.3%	10.5%	3.6%	19.5%

자료: ISC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 ISC 연간 실적 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 ISC 분기실적 추이 (4Q19부터 본격적인 마진개선 효과)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
매출액	34.6	30.3	22.3	28.6	20.5	17.4	23.4	26.3	26.8
매출원가	22.8	19.0	19.3	21.3	17.1	12.3	19.0	21.6	16.7
매출원가율	65.8%	62.7%	86.5%	74.2%	83.4%	70.4%	81.3%	82.0%	62.3%
매출총이익	11.8	11.3	3.0	7.4	3.4	5.2	4.4	4.7	10.1
매출총이익률	34.2%	37.3%	13.5%	25.8%	16.6%	29.6%	18.7%	18.0%	37.7%
영업이익	7.0	5.8	-1.7	2.0	-2.1	1.0	-0.8	4.0	5.9
영업이익률	20.3%	19.2%	-7.4%	7.0%	-10.4%	5.5%	-3.3%	15.1%	22.0%
세전이익	7.2	9.1	-1.4	1.9	-1.4	2.2	-1.1	3.5	7.2
세전이익률	20.8%	30.0%	-6.3%	6.8%	-6.8%	12.3%	-4.7%	13.3%	26.9%
당기순이익	5.6	6.8	-1.2	1.0	-1.6	0.6	-1.0	5.2	5.6
순이익률	16.1%	22.3%	-5.5%	3.6%	-7.7%	3.5%	-4.3%	19.6%	20.9%

자료: ISC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 ISC 분기 실적 추이

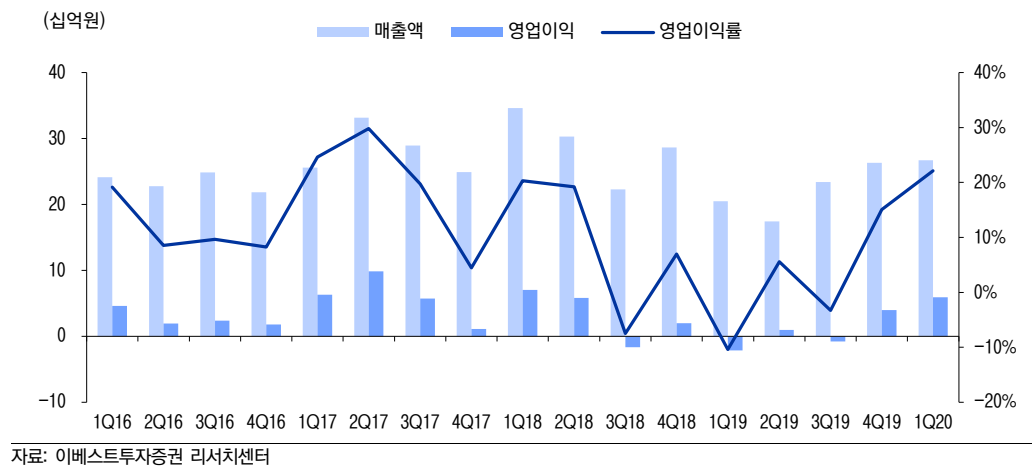


그림4 ISC 연간 매출 추이

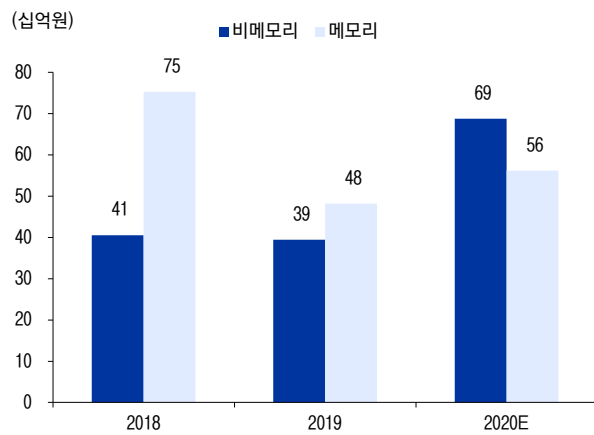
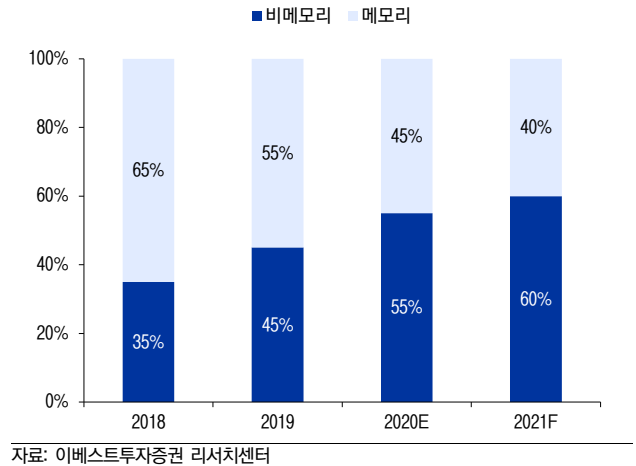


그림5 ISC 연간 매출 구성



ISC (095340)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	71.8	69.0	90.2	82.9	65.5
현금 및 현금성자산	40.1	24.5	25.6	15.2	13.5
매출채권 및 기타채권	16.8	18.2	24.5	22.0	20.3
재고자산	8.5	10.2	9.8	10.9	11.4
기타유동자산	6.4	16.1	30.4	34.8	20.2
비유동자산	123.5	127.5	121.0	133.9	143.0
관계기업투자등	0.2	0.0	0.0	5.5	4.7
유형자산	91.1	95.5	95.5	102.7	109.1
무형자산	8.7	8.3	8.9	6.1	6.6
자산총계	195.3	196.5	211.2	216.8	208.5
유동부채	30.4	25.8	30.2	26.2	25.0
매입채무 및 기타채무	7.4	6.1	8.3	9.3	7.6
단기금융부채	16.3	12.8	11.6	11.2	11.5
기타유동부채	6.7	6.9	10.3	5.6	5.8
비유동부채	7.9	7.9	9.2	12.6	5.0
장기금융부채	1.9	1.3	1.4	4.2	3.2
기타비유동부채	5.9	6.7	7.9	8.3	1.8
부채총계	38.3	33.7	39.5	38.7	30.0
지배주주지분	143.8	150.4	160.5	168.4	169.9
자본금	6.4	6.5	6.8	6.9	7.1
자본잉여금	72.7	72.7	72.7	72.7	72.7
이익잉여금	64.4	71.2	85.4	93.5	96.3
비지배주주지분(연결)	13.2	12.4	11.3	9.7	8.5
자본총계	156.9	162.8	171.8	178.1	178.4

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	17.4	16.0	22.9	16.5	11.9
당기순이익(손실)	4.5	8.8	16.1	11.9	3.2
비현금수익비용가감	23.3	12.2	16.0	15.3	14.2
유형자산감가상각비	11.5	7.8	8.1	8.3	10.9
무형자산상각비	0.8	1.0	1.0	0.7	0.6
기타현금수익비용	0.1	-0.9	1.3	-1.9	-1.6
영업활동 자산부채변동	-3.4	-1.4	-5.8	-6.0	-4.4
매출채권 감소(증가)	-1.9	1.0	-7.3	2.1	0.1
재고자산 감소(증가)	-1.4	-1.7	-0.1	-1.3	-3.0
매입채무 증가(감소)	3.5	-1.6	3.8	-1.0	-0.7
기타자산, 부채변동	-3.6	0.8	-2.2	-5.8	-0.8
투자활동 현금	-12.7	-24.4	-14.6	-24.8	-3.7
유형자산처분(취득)	-11.1	-11.1	-8.7	-14.7	-19.4
무형자산 감소(증가)	-2.8	-0.7	-1.6	0.2	-2.0
투자자산 감소(증가)	1.3	-10.7	-10.8	-11.6	11.7
기타투자활동	-0.1	-1.9	6.5	1.3	5.9
재무활동 현금	7.9	-7.7	-6.0	-1.8	-4.3
차입금의 증가(감소)	-7.1	-3.8	-0.7	3.3	-2.2
자본의 증가(감소)	15.9	-3.2	-2.2	-4.7	-2.0
배당금의 지급	5.6	3.2	2.2	4.7	2.0
기타재무활동	-0.8	-0.7	-3.2	-0.4	-0.1
현금의 증가	12.5	-15.6	1.1	-10.4	-1.7
기초현금	27.6	40.1	24.5	25.6	15.2
기말현금	40.1	24.5	25.6	15.2	13.5

자료: ISC, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	95.9	93.6	112.6	101.9	87.7
매출원가	62.0	63.8	70.4	72.0	66.6
매출총이익	33.9	29.8	42.2	29.8	21.0
판매비 및 관리비	18.1	19.1	19.1	17.6	19.0
영업이익	15.8	10.8	23.0	12.3	2.0
(EBITDA)	28.2	19.6	32.1	21.3	13.5
금융손익	0.6	0.7	-2.3	1.7	0.9
이자비용	1.2	0.6	0.5	0.4	0.7
관계기업등 투자손익	0.0	-0.2	0.0	1.4	0.0
기타영업외손익	-5.7	0.7	0.0	0.7	0.2
세전계속사업이익	10.7	12.0	20.7	16.0	3.1
계속사업법인세비용	6.1	3.0	3.9	4.1	-0.1
계속사업이익	4.6	8.9	16.8	11.9	3.2
중단사업이익	-0.1	-0.2	-0.7	0.2	0.0
당기순이익	4.5	8.8	16.1	12.2	3.2
지배주주	10.6	9.8	17.2	13.4	4.3
총포괄이익	4.8	9.3	15.3	11.5	1.7
매출총이익률 (%)	35.4	31.9	37.5	29.3	24.0
영업이익률 (%)	16.5	11.5	20.4	12.0	2.3
EBITDA 마진률 (%)	29.4	20.9	28.5	20.9	15.4
당기순이익률 (%)	4.7	9.4	14.3	11.9	3.6
ROA (%)	5.7	5.0	8.5	6.2	2.0
ROE (%)	8.4	6.7	11.1	8.1	2.6
ROIC (%)	5.3	6.0	13.8	6.6	1.0

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	33.3	22.9	15.5	9.0	29.9
P/B	2.6	1.5	1.7	0.7	0.8
EV/EBITDA	12.3	10.3	7.2	4.3	8.6
P/CF	12.7	10.8	8.5	4.5	7.6
배당수익률 (%)	0.9	1.1	1.8	1.7	0.0
성장성 (%)					
매출액	-14.9	-2.3	20.2	-9.5	-13.9
영업이익	-31.3	-31.9	113.8	-46.7	-83.5
세전이익	-48.0	11.5	72.6	-22.7	-80.3
당기순이익	-71.9	93.7	83.5	-24.6	-73.8
EPS	-36.2	-11.6	77.5	-22.5	-67.5
안정성 (%)					
부채비율	24.4	20.7	23.0	21.7	16.8
유동비율	235.9	267.7	298.3	316.8	261.9
순차입금/자기자본(x)	-16.3	-15.2	-22.9	-16.7	-8.8
영업이익/금융비용(x)	13.6	19.1	49.2	27.4	3.0
총차입금 (십억원)	18	14	13	15	15
순차입금 (십억원)	-26	-25	-39	-30	-16
주당지표(원)					
EPS	792	700	1,242	962	313
BPS	10,197	10,647	11,354	11,905	12,011
CFPS	2,072	1,485	2,276	1,927	1,229
DPS	250	170	350	150	n/a

싸이맥스 목표주가 추이

(원)

16,000

14,000

12,000

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

18/05

18/11

19/05

19/11

20/05

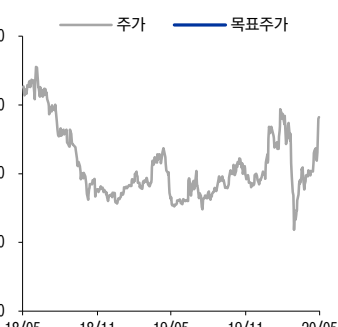
— 주가

— 목표주가

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.05.21	변경	최영산									
2020.05.21	NR	NR									

유니셀 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
12,000 10,000 8,000 6,000 4,000 2,000 0			2020.05.21	변경	최영산									
			2020.05.21	NR	NR									

ISC 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
20,000 15,000 10,000 5,000 0			2020.05.21	변경	최영산									
			2020.05.21	NR	NR									

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최영산)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	94.4%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	5.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)